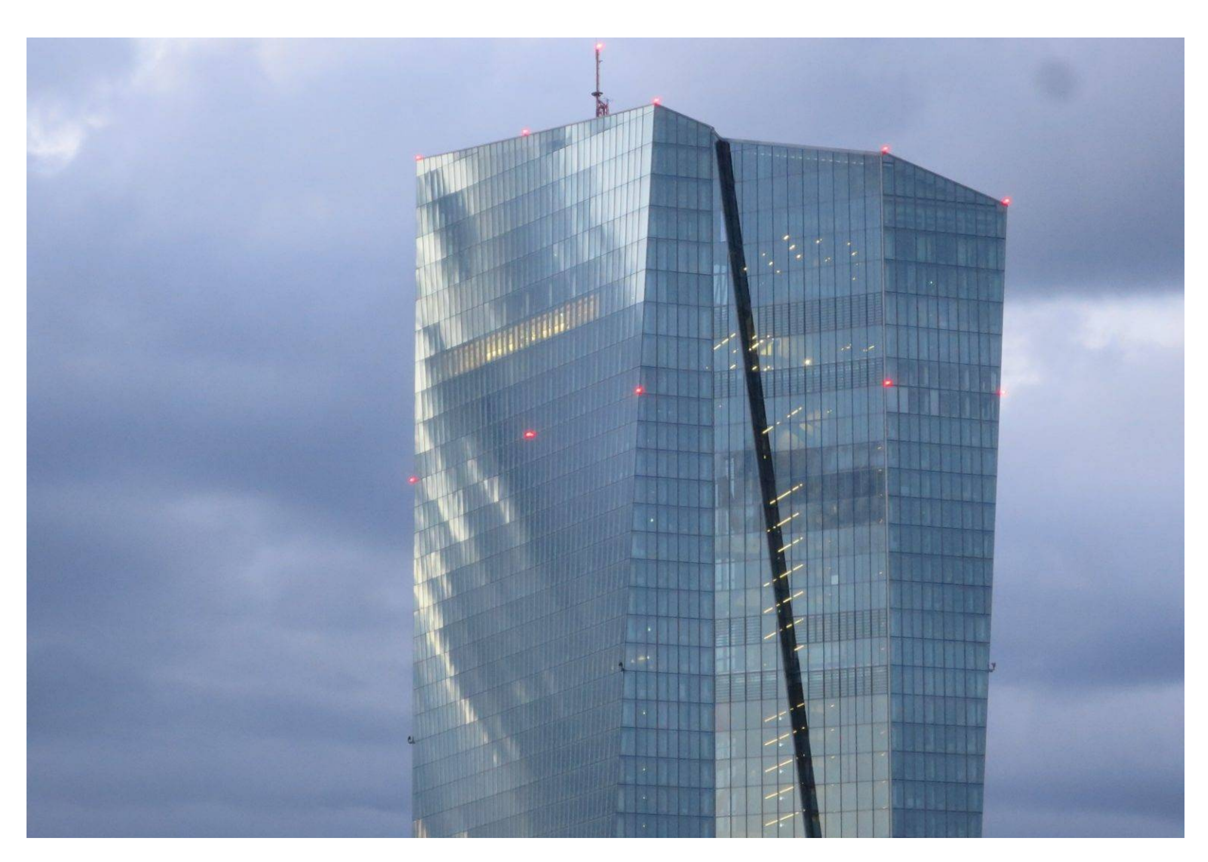






ACHIM SZEPANSKI 2024-06-17

DAS SCHWARZE LOCH. GELDSCHÖPFUNG, QE UND INFLATION

ECONOFICTION BANK, FED, FINANCE, GELLDSCHÖPFUNG, INFLATION, QE, ZENTRALBANK

Handelt es sich beim QE um Gelddrucken oder um einen Asset Swap?

Ja und Nein.

Akademiker und Banker sind sich seit langem uneinig über die Geldschöpfung, die Verwendung und sogar die Messung. Schon in den 1970er Jahren waren beispielsweise Schätzungen der Euro-Dollar-Geldmenge unglaublich schwer zu berechnen. Aus diesem Grund stellte die Federal Reserve die Messung der Geldmenge ein und später im Jahr 2006 auch die Berechnung der Geldmenge M3. Es wurde für die Regierung oder private

Institutionen einfach zu schwierig, zu verstehen, was Geld ist oder wie viel Geld es gibt.

Greesnspan erklärte in einer Rede von 1996:

```
Im Grunde ist Geld - als Wertaufbewahrungsmittel und Tauschmittel -
das Schmiermittel, das es einer Gesellschaft ermöglicht, sich selbst
zu organisieren, um wirtschaftlichen Fortschritt zu erzielen. Die
Fähigkeit, die Früchte der eigenen Arbeit für den künftigen Konsum
aufzubewahren, ist notwendig für die Akkumulation von Kapital, die
Verbreitung des technischen Fortschritts und infolgedessen für einen
steigenden Lebensstandard.

In diesem Zusammenhang spielt das allgemeine Preisniveau, d. h. der
durchschnittliche Wechselkurs des Geldes gegenüber allen Waren und
Dienstleistungen, und seine Veränderung im Laufe der Zeit in jeder
Gesellschaft eine äußerst wichtige Rolle, da es Art und Umfang
unserer wirtschaftlichen und sozialen Beziehungen im Laufe der Zeit
beeinflusst.

Es ist daher kein Wunder, dass wir bei der Federal Reserve, der
Zentralbank des Landes und letztendlichen Hüterin der Kaufkraft
unseres Geldes, einer unendlichen Prüfung unterzogen werden. Es wäre
in der Tat töricht, wenn es anders wäre.
```

Die Fed ist also entscheidend für das Geld – und deshalb "unabhängig", denn eine abhängige Zentralbank ist den Launen der Politiker unterworfen und wird die Staatsausgaben monetarisieren. Als unabhängiges Unternehmen ist die Fed vor diesem ungebührlichen Einfluss geschützt und somit immun gegen die Verursachung von Katastrophen und kann alle Probleme im Geldsystem vorhersehen, oder?

In den meisten Lehrbüchern der Geldwirtschaft wird man nachlesen können:

```
Einlagen, die im Bankensystem eingehen, werden als eine Art "Reserve"
gespeichert. Zusätzlich zu dieser Reserve werden neue Kredite
geschaffen, und zwar in einem gehebelten Verhältnis, so dass 10
Dollar an Einlagen die Schaffung von 100 Dollar an Krediten
ermöglichen. Je mehr Einlagen also eingehen, desto größer ist die
Kreditkapazität der Banken.

Die Bankreserven sind das wichtigste Kapital, auf das sich die Banken
stützen, und werden von der Zentralbank in einem festen Betrag
festgelegt. Diese Reserven werden mit einer statischen Variablen -
dem "Geldmultiplikator" - mit dem Basisgeld multipliziert. Wenn die
Zentralbanken also QE betreiben, wird dadurch mehr Geld geschaffen.
Die Kreditvergabe erfolgt direkt auf der Grundlage der Reserven.
```

Beides ist falsch.

In der heutigen Wirtschaft besteht der größte Teil der zirkulierenden Geldmenge in Form von

Einlagen, die hauptsächlich bei Banken gehalten werden. Es gibt jedoch ein weit verbreitetes Missverständnis darüber, wie diese Bankeinlagen zustande kommen. Sie entstehen in erster Linie, wenn Geschäftsbanken Kredite vergeben. Jedes Mal, wenn eine Bank einen Kredit vergibt, erzeugt sie gleichzeitig eine entsprechende Einlage auf dem Bankkonto des Empfängers.

Wenn die privaten Haushalte ihre Ersparnisse auf Bankkonten erhöhen, werden diese Einlagen im Wesentlichen von potenziellen Einlagen abgezogen, die andernfalls an Unternehmen für den Kauf von Waren und Dienstleistungen vergeben worden wären. Das Sparen an sich führt nicht zu einem direkten Anstieg von Einlagen oder Krediten.

Um die keynesianische Sichtweise des Bankwesens zusammenzufassen, muss die Menge der Reserven als restriktiver Faktor auf die Kreditvergabe wirken, und die Zentralbank muss die direkte Kontrolle über die Bestimmung der Menge der Reserven haben. Obwohl die Geldmultiplikatortheorie ein nützliches einführendes Konzept in Wirtschaftslehrbüchern ist, um das Bankwesen zu veranschaulichen, stellt sie den tatsächlichen Prozess der Geldschöpfung nicht genau dar. In der heutigen Praxis gestalten die Zentralbanken die Geldpolitik im Allgemeinen durch die Beeinflussung der Kosten für Reserven – insbesondere der Zinssätze – und nicht durch die direkte Steuerung der Reservemenge.

In Wirklichkeit dienen die Reserven nicht als Multiplikator für die Kreditvergabe. Ähnlich wie der Zusammenhang zwischen Einlagen und Krediten funktioniert auch die Korrelation zwischen Reserven und Krediten im Allgemeinen entgegengesetzt zur Darstellung in den Wirtschaftslehrbüchern. Banken treffen ihre Kreditentscheidungen in der Regel auf der Grundlage von Gewinnchancen, die durch den von der Zentralbank festgelegten Zinssatz beeinflusst werden. Die Menge der Reserven erhöht stattdessen die Bilanzkapazität, so dass eine Bank über einen größeren Bestand und ein größeres Potenzial für die Kreditvergabe verfügt, das jedoch ohne rentable Kreditmöglichkeiten ungenutzt bleibt.

Die Geldmenge (M2) besteht aus zwei Hauptkomponenten: Bankeinlagen, bei denen es sich im Wesentlichen um Versprechen von Geschäftsbanken an Haushalte und Unternehmen handelt, und Bargeld, das in erster Linie Verpflichtungen der Zentralbank darstellt. Die Bankeinlagen machen mit 97 % des gesamten Geldumlaufs die überwältigende Mehrheit aus.

Dies ist wichtig, denn die Geldmenge M2 ist das, was in der Realwirtschaft zum Ausgeben zur Verfügung steht. Es handelt sich um zirkulierendes Bargeld, dessen Menge sich direkt auf die Preise und damit auf die Inflation auswirkt. Die Beobachtung von M2 ist wichtig, um zu verstehen, wie die Realwirtschaft funktioniert. M2 ist die Schätzung der US-Notenbank für die gesamte Geldmenge – einschließlich des gesamten Bargelds, das die Menschen zur Verfügung haben, und des gesamten Geldes, das auf Girokonten, Sparkonten und anderen kurzfristigen Sparformen wie Einlagenzertifikaten (CDs) angelegt ist. Guthaben auf Rentenkonten und Termineinlagen über 100.000 Dollar sind laut Fed nicht in M2 enthalten.

Geschäftsbanken generieren Geld in Form von Bankeinlagen, wenn sie neue Kredite vergeben. Wenn eine Bank einen Kredit vergibt, z. B. eine Hypothek für den Kauf eines Hauses, gibt sie dem Kreditnehmer in der Regel keine physischen Banknoten im Wert von Tausenden von Euros. Stattdessen erhöht die Bank den Kontostand des Kreditnehmers um eine Bankeinlage in Höhe des Hypothekenbetrags. Dadurch wird sofort neues Geld

geschaffen.

Wenn dieser Prozess fortgesetzt wird, wachsen die Geldmenge und die Schuldenlast gemeinsam, wodurch die Werte der Vermögenswerte steigen und die latente Inflation im gesamten System niedrig gehalten wird. Aufgrund der Struktur dieses Systems ist es nahezu unmöglich, dass es zu einer anhaltenden Deflation kommt, da dies bedeutet, dass Kredite ausfallen und Geld vernichtet wird, was zu einem Rückgang der Vermögenswerte führt und somit das Risiko eines Zusammenbruchs der Banken birgt, die nur zu einem Bruchteil Rserven halten.

Die frisch generierten Einlagen erhöhen das Vermögen der Verbraucher, d.h. der Haushalte und Unternehmen, während der neue Kredit deren Verpflichtungen erhöht. Dies führt zu einer neuen Geldschöpfung im weiteren Sinne. Ebenso weiten sich beide Bereiche der Bilanz des Geschäftsbankensektors aus, wenn neues Geld und neue Kredite geschaffen werden.

Obwohl in der Bilanz des Verbrauchers neues, weit gefasstes Geld entsteht, geschieht dies ohne eine unmittelbare Anpassung der Zentralbankreserven. Wie wir bereits erwähnt haben, kann der erhöhte Einlagenbestand dazu führen, dass die Banken mehr Zentralbankgeld halten wollen oder müssen, um Abhebungen oder Interbankenzahlungen zu erfüllen – aber das bedeutet nicht, dass diese Reserven sofort geschaffen werden.

Bankreserven, die die Fed im Rahmen ihrer quantitativen Lockerungsprogramme schafft, werden per Definition nicht in der Realwirtschaft ausgegeben. Sie rotieren in den Bilanzen der Finanzinstitute und werden für Sicherheiten und Finanzierungsvereinbarungen zum Erwerb von Wertpapieren oder zur Erfüllung aufsichtsrechtlicher Anforderungen verwendet.

Fed-Reserven sind eine ungesicherte Verbindlichkeit der Fed, die nur von Unternehmen gehalten werden kann, die ein Konto bei der Fed haben. Man kann sie sich wie ein Girokonto bei der Fed vorstellen, mit dem Unterschied, dass Einlagen auf dem Konto nur für Zahlungen an Einrichtungen verwendet werden können, die ebenfalls ein Girokonto bei der Fed haben. Im Großen und Ganzen sind nur Einlageninstitute wie Geschäftsbanken oder Kreditgenossenschaften berechtigt, Konten bei der Fed zu führen. Aber es gibt auch andere wichtige Einrichtungen wie das US-Finanzministerium, staatliche Finanzinstitute wie Fannie Mae und Clearingstellen wie die CME. Wenn diese Einrichtungen untereinander Zahlungen leisten, zahlen sie mit Reserven.

Bankeinlagen sind eine ungesicherte Verbindlichkeit einer Geschäftsbank, die von jedem gehalten werden kann, der ein Konto bei der Geschäftsbank hat. Bankeinlagen machen den größten Teil dessen aus, was die Menschen als "Geld" bezeichnen. Wenn Sie sich bei Ihrem Online-Bankkonto anmelden, sehen Sie einfach, wie viele Bankeinlagen Sie haben – wie viel Ihnen Ihre Bank schuldet. Bankeinlagen entstehen, wenn eine Geschäftsbank Vermögenswerte kauft oder Kredite vergibt. Wenn eine Bank Ihnen 1 Million Dollar überweist, schreibt sie einfach 1 Million Dollar auf Ihrem Bankkonto gut. Eine Geschäftsbank verleiht keine Bankeinlagen, sie schafft Bankeinlagen. Allerdings muss die Geschäftsbank sicherstellen, dass ihre Einlagen durch solide Kredite gedeckt sind und dass sie über genügend Liquidität verfügt, um Zahlungen an andere Geschäftsbanken zu leisten.

Warum ist QE "manchmal" Gelddrucken und ein anderes Mal nicht?

Der fehlende Schlüssel ist das Schatzamt.

Wenn die Fed QE betreibt, schafft sie eine Bankreserve und tauscht sie gegen einen Vermögenswert in der Bilanz einer Geschäftsbank, sagen wir eine Staatsanleihe, und erhöht so ihre eigenen Aktiva und Passiva und indirekt die Aktiva des gesamten Bankensystems, indem sie neue Reserven bereitstellt, die andere Finanzaktiva aufwerten und somit den Wert der Aktiva erhöhen können. Dieser Swap hat keine Auswirkungen auf die Realwirtschaft, da die Bankreserven zwischen zwei Einheiten ausgetauscht werden, die Bankreserven nicht zum Kauf von Waren/Dienstleistungen verwenden (und auch nicht verwenden können). So kam es 2008 zu einem massiven Anstieg der Fed-Bilanz, als die Fed Billionen an neuen Reserven ausgab, um Vermögenswerte aufzukaufen – aber diese Reserven waren gefangen.

Es gibt keine direkte Verbindung zwischen beiden Ebenen – mit Ausnahme des Treasury General Account (TGA). Dabei handelt es sich um ein Konto des US-Finanzministeriums bei der Federal Reserve. Es dient als primäres Girokonto der Regierung und spielt eine entscheidende Rolle bei der Verwaltung der Staatsfinanzen – für die Auszahlung von Geldern für verschiedene Staatsausgaben, wie Zahlungen an Regierungsbehörden, Schuldendienst und Bundeszahlungen wie Sozialversicherungsleistungen und Steuerrückzahlungen.

Der Saldo des TGA kann je nach den Finanzaktivitäten der Regierung schwanken. Wenn die Regierung einen Haushaltsüberschuss erzielt, erhöht sich der TGA-Saldo, da sie überschüssige Mittel ansammelt. Umgekehrt kann die Regierung bei einem Haushaltsdefizit auf die Mittel des TGA zurückgreifen, um ihre Ausgaben zu decken. Im Jahr 2020 erreichte das Konto einen Rekordstand von 1,8 Billionen Dollar, bevor es auf 80 Milliarden Dollar zurückging. Am 31. Mai 2023, kurz vor der Anhebung der Schuldenobergrenze, erreichte es einen Tiefstand von 48 Mrd. USD und zwang das Finanzministerium, außerordentliche Maßnahmen zu ergreifen, um einen Zahlungsausfall zu vermeiden.

Wenn das Finanzministerium Anleihen versteigert, verkauft es sie (indirekt, über die Primärhändler) an Banken, Finanzinstitute oder private Einzelanleger. Wenn jBanken oder Finanzinstitute kaufen, tun sie dies mit Bankreserven – ihrer Form von liquiden Mitteln.

Alle Gelder in der TGA sind per Definition Bankeinlagen, die in der Realwirtschaft ausgegeben werden können. Aber diese Einlagen können auch zum Kauf von Wertpapieren verwendet werden, wie im Jahr 2008 zu sehen war.

Im Rahmen des TARP-Programms und anderer Bundesprogramme kaufte das Finanzministerium der USA toxische Vermögenswerte aus dem Finanzsystem auf, so dass diese Einlagen zurückgeführt wurden und somit nicht die gefürchtete Inflation auslösten, die durch die erste Welle von QE nach 2008 verursacht wurde. Dies ist jedoch nicht der Hauptzweck des Finanzministeriums. Die Institution soll in erster Linie die Staatsausgaben finanzieren, die Schulden verwalten und bestimmte staatliche Rentenfonds verwalten. Der Zweck des Finanzministeriums besteht darin, die Regierung zu finanzieren, damit sie für reale Güter und Dienstleistungen in der Realwirtschaft ausgeben kann.

Was hier wirklich zählt, ist nicht unbedingt der Gesamtbetrag der Staatsausgaben, sondern vielmehr das Defizit selbst – denn dieses Defizit wird durch zusätzliche Kreditaufnahme finanziert. Es ist eine Sache, die bestehende Schuldenlast durch die Emission neuer

Wertpapiere zu verlängern, aber eine ganz andere, die Schulden ständig zu erhöhen, um das Delta zwischen Ausgaben und Steuereinnahmen zu finanzieren. Wenn das Defizit wächst und mit Bankreserven gekauft wird, dann wächst die Menge an Mitteln, die in der TGA stecken. Sobald diese Mittel in der Realwirtschaft ausgegeben werden, verwandeln sie sich auf magische Weise in Bankeinlagen.

Der Schlüssel liegt hier also nicht nur in höheren Ausgaben, Defiziten und Kreditaufnahmen, sondern in den Käufen von Waren und Dienstleistungen durch den Staat. Die TGA muss geleert werden.

Sobald das Finanzministerium den Ereignishorizont überschritten hat und die Ausgaben der Bundesregierung ständig benötigt werden, um das Wirtschaftswachstum zu stützen, wird ein Schlauch angeschlossen, der das Liquiditätsheroin der Fed direkt in die Venen der Realwirtschaft leitet.

Diese Leitung wächst und dehnt sich mit den Haushaltsdefiziten aus, da der Kreditbedarf der Regierung steigt und der Markt nicht in der Lage ist, ihn zu finanzieren. Änderungen an den Geldmarktfonds im Jahr 2013 bedeuteten, dass sie gezwungen waren, einen Großteil ihrer Barmittel in kurzfristigen liquiden Vermögenswerten von hoher Qualität zu parken, nämlich in Schatzanweisungen, um eine weitere Finanzierungsquelle für die staatliche Kreditaufnahme zu bieten. Das Gleiche gilt für die Banken, die nach der Finanzkrise den Baseler Vorschriften unterlagen, die einen größeren Teil ihres Kapitals in Banknoten und Anleihen verlagerten.

Derzeit wird das Finanzministerium der USA immer tiefer unter Wasser gedrückt. Ohne eine größere Finanzkrise oder Rezession wird das Defizit der US-Regierung für das Haushaltsjahr 2023 voraussichtlich 5,8 % des BIP betragen – höher als 2022 und fast doppelt so hoch wie der 20-Jahres-Durchschnitt. Die Zinsausgaben werden in diesem Jahr zum ersten Mal auf 1 Billion Dollar steigen. Die Steuereinnahmen gehen um mehrere hundert Milliarden zurück.

Am 3. Oktober 2022 haben die Vereinigten Staaten an einem einzigen Tag 275 Milliarden Dollar neue Schulden gemacht!

Zerohedge stellte am 18. Oktober fest:

"Die Gesamtverschuldung der USA beträgt jetzt 33,669 Billionen Dollar, ein Anstieg um 58 Milliarden Dollar an einem Tag und um 604 Milliarden Dollar in einem Monat… ein Anstieg um 20 Milliarden Dollar jeden Tag, um 833 Millionen Dollar jede Stunde.

Bei diesem Tempo werden die US-Schulden in einem Jahr 41 Billionen Dollar betragen."

In letzter Zeit hat das Finanzministerium vor allem Wechselverkäufe genutzt, um seine Barreserven aufzustocken und das wachsende Haushaltsdefizit zu decken, insbesondere seit der Aussetzung der Schuldenobergrenze. Wenn diese Schuldtitel fällig werden, zahlt das Finanzministerium sie ab, indem es neue emittiert und so die Schulden vorwärts rollen lässt, ähnlich wie Options- oder Future-Händler Verträge von Woche zu Woche oder von Monat zu Monat rollen lassen.

Das Problem ist, dass all diese Wertpapiere zu höheren Zinssätzen refinanziert werden und somit mehr Zinskosten in der gesamten Bilanz anfallen. Dies führt zu einem massiven Anstieg der von den Vereinigten Staaten zu zahlenden Zinsaufwendungen.

Wenn der Zinssatz steigt, muss der Betrag der ausgegebenen Schulden im gleichen Maße steigen. Das bedeutet, dass die gezahlten Gesamtzinsen noch mehr steigen und somit die Verschuldung in eine Rückkopplungsschleife weiter ansteigt. Erschwerend kommt hinzu, dass dieser Prozess nicht linear verläuft, nicht nur logisch durch den Zinseszins, sondern auch durch andere Rückkopplungsschleifen.

Die US-Regierung lebt seit Jahrzehnten mit geliehener Zeit. Die Tatsache, dass sie die Weltreservewährung ist, hat dazu geführt, dass es seit Jahrzehnten eine künstliche Nachfrage nach Staatsanleihen und Dollars gibt, die es Amerika ermöglicht, billige Kredite aufzunehmen und verschwenderisch auszugeben, ohne sofort dafür bezahlen zu müssen. Die Politiker, die dieses billige Geld witterten, haben die Ausgabenprogramme für Ansprüche und Ermessensspielräume immens ausgeweitet und erhöht, was die Staatsverschuldung vergrößert und die Spirale beschleunigt hat. Wenn die Zinssätze steigen, erhöht die US-Notenbank die Zinskosten für das Finanzministerium, was zu einer höheren Kreditaufnahme und damit zu mehr Anleiheemissionen führt. Dieser Prozess ist nicht linear, sondern exponentiell.

Der Tsunami der Neuemissionen von Staatsanleihen wird nicht von ausländischen Zentralbanken finanziert, und die Geschäftsbanken haben eine begrenzte Bilanzkapazität, ebenso wie der Einzelhandel. Letztendlich wird die Fed gezwungen sein, QE wieder aufzunehmen.

Dieses Mal wird die Inflation in die Höhe schnellen, da der Liquiditätsschlauch direkt in das Finanzministerium und damit in die Realwirtschaft gesteckt wird. Anhebung der Zinssätze? Höhere Zinsausgaben und mehr Schulden. Schuldenspirale. Die Schwellenländer werden zerschlagen. Niedrigere Zinsen? Höhere Bankkredite und M2-Wachstum. Mehr Inflation und Schuldenspirale im Privatsektor.

All dies ist von Bedeutung, weil die Inflation von der Menge des ausgabefähigen Geldes abhängt, das in der Wirtschaft zirkuliert – Bankreserven sind nicht ausgabefähig, M2 (hauptsächlich Bankeinlagen) hingegen schon. In dem Maße, wie sich dieser Prozess beschleunigt, werden immer mehr Reserven in M2 und damit in nutzbare Geldmenge umgewandelt, was die Inflation anheizt.

Die Fed steht dann vor ihrem letzten Dilemma: Rettet das System oder rettet den Dollar. Aus der Geschichte wissen wir, dass sie alles tun werden, um sicherzustellen, dass das Schatzamt nominal gesehen geldwert bleibt. Die Märkte werden gezwungen sein, sich einer erschreckenden mathematischen Gewissheit zu stellen: Es wird ein exponentielles Angebot an Staatsanleihen geben.

Angesichts der massiven Anleiheemissionen, die auf uns zukommen, werden die Inhaber alle

Staatspapiere, die sie besitzen, verkaufen, wodurch die Anleihekurse sinken und die Renditen weiter steigen werden. Um das Ausbluten zu stoppen, wird die Fed noch mehr QE einsetzen müssen. Vielleicht können die Bundes- oder die Börsenaufsichtsbehörde den Verkauf verbieten, aber damit würde auch die andere Seite der Gleichung, der Kauf, wegfallen. Der Markt für US-Staatsanleihen würde wie der japanische Markt einen langsamen, erstickten Tod ohne Liquidität sterben.

Letztendlich wird der Anleihehandel nur noch zwischen den Händlern, dem Finanzministerium und der Fed stattfinden. Nur Käufe sind erlaubt. Der massive Überschuss an Bankreserven, der seit 2008 entstanden ist, würde in die Geldmenge M2 fließen und zu einem Anstieg der Inflation und damit der Staatsausgaben führen.

Das würde den Liquiditätsschlauch noch weiter ausdehnen.